MONETARY POLICY REPORT UPDATE

– January 2006 –

This text is a commentary of the Governing Council of the Bank of Canada. It presents the Bank's updated outlook based on information received up to 24 January 2006.

Overview

The Canadian and global economies are evolving essentially in line with the Bank's expectations. The outlook for growth and inflation in Canada is similar to that in the October *Monetary Policy Report*.

Canada's real gross domestic product (GDP) is expected to have grown at an annual rate of about 3 per cent in the second half of 2005. The Canadian economy continues to adjust to global developments and to the associated changes in relative prices. Prices of energy commodities surged in the second half of 2005. The Canadian dollar has appreciated modestly against the U.S. dollar to a slightly higher range of 85 to 87 cents U.S.

Reflecting large swings in gasoline prices, total CPI inflation has been volatile, spiking above 3 per cent, as expected, but then reversing more quickly than anticipated. Core inflation has been quite stable at 1.6 per cent as expected.

While various indicators suggest different degrees of pressure, the Bank continues to judge that the economy is operating at its production capacity.

A solid rate of economic expansion is expected to continue in the United States and in the global economy more broadly. Against this backdrop, the Bank's base-case projection for Canada calls for strong growth in domestic demand and further gains in exports. Nevertheless, net exports will likely exert a small drag on growth through 2006 and 2007. Annual GDP growth is expected to be 3.1 per cent this year and 2.9 per cent in 2007, keeping the economy close to its production capacity.

Total CPI inflation will continue to be affected by the prices of crude oil and natural gas. The Bank is projecting total inflation of about 2.5 per cent in the first half of

Highlights

- The Canadian economy is operating at its production capacity.
- The Bank continues to project that the Canadian economy will grow roughly in line with its production potential through 2007.
- CPI and core inflation should return to the 2 per cent target by the first half of 2007.
- Risks to the Bank's projection remain balanced for 2006 and tilted to the downside through 2007 and beyond.
- In line with the Bank's outlook, some modest further increase in the policy interest rate would be required.

Chart 1
Target for the Overnight Rate and Target for the U.S. Federal Funds Rate
Daily

2006, easing to 2 per cent by the first half of 2007. Core inflation should also return to 2 per cent by the first half of 2007, somewhat later than projected in the October *Report*, owing largely to more persistent downward pressure from import prices.

The risks to the base-case projection remain balanced for 2006 and tilted to the downside through 2007 and beyond.

The Bank raised its key policy interest rate by 25 basis points at each of the last four fixed announcement dates, bringing the target for the overnight rate to 3.5 per cent (Chart 1). In line with the Bank's base-case projection and the current assessment of risks, some modest further increase in the policy interest rate would be required to keep aggregate supply and demand in balance and inflation on target over the medium term.

Recent Economic and Financial Developments

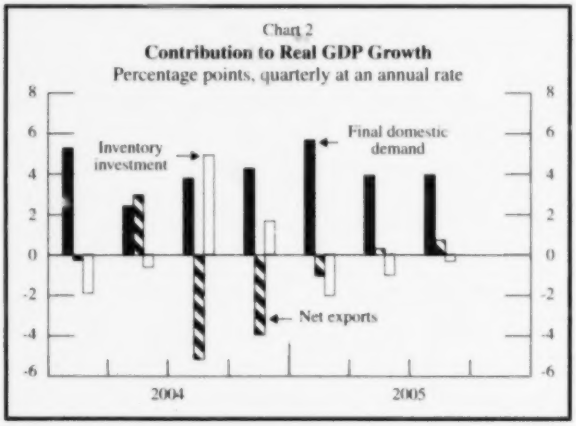
In 2005, the global economy continued to exhibit robust growth. In the United States, recent indicators suggest that real GDP growth was 3.6 per cent in 2005, just above the 3.5 per cent projected in the October *Report*. When combined with continued strong economic growth in China and some pickup in domestic demand in Japan, global GDP growth for 2005 is likely to have averaged just over 4 per cent.

In the second half of 2005, the Canadian economy continued to make significant adjustments to global developments and to the associated changes in relative prices. These include strong world economic growth, the high level of commodity prices, declining prices for many manufactured goods, and the appreciation of the Canadian dollar.

Particularly noteworthy was a substantial rise in Canada's terms of trade (the price of exports relative to the price of imports), chiefly reflecting the surge in the prices of energy commodities and products. On a year-over-year basis, the terms of trade were up 4.4 per cent in the third quarter of 2005, and recent indicators suggest that they continued to rise in the fourth quarter. As a result, real income increased more rapidly than real output (measured by real GDP). This showed up in gains in corporate profits, labour income, and government revenues, and in a surge in the equity values of energy and mining companies.

Continued strong growth in the global economy, combined with higher export prices, appears to have supported substantial gains in capital spending by businesses and in export volumes. While the pace of household consumption eased somewhat in the second half of 2005, it remained an important contributor to the considerable growth in domestic demand over the period (Chart 2).

Chart 2
Contribution to Real GDP Growth
Percentage points, quarterly at an annual rate



106-02297/

Chart 3
Consumer Price Index
Year-over-year percentage change

* CPI excluding eight of the most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

Overall, Canada's real GDP is expected to have grown at an annual rate of about 3 per cent in the second half of 2005. This implies that the level of activity at year-end was close to that projected in the October *Report*.

The 12-month rate of increase in the total CPI continued to exhibit marked volatility in the last four months of 2005 (Chart 3). As expected, total CPI inflation spiked above 3 per cent in September with the temporary surge in gasoline prices that followed disruptions to U.S. production from hurricane damage. In the fourth quarter of 2005, total CPI inflation, at 2.3 per cent, was lower than expected in the October *Report*. This chiefly reflected a quicker-than-expected reversal of the earlier spike in gasoline prices caused by somewhat lower prices for crude oil and a faster return of profit margins to more normal levels.

In contrast, the core rate of inflation remained quite stable. Even as the economy appeared to be operating at its production capacity in the fourth quarter, the core CPI was up 1.6 per cent from a year earlier, unchanged from its rate in the previous two quarters. Decreases in the prices of many import-intensive goods continued to exert downward pressure on the core rate, reflecting the combined effect of declines in the world prices of many manufactured goods and the past appreciation of the Canadian dollar. There has been no evidence that higher energy prices have fed through broadly to core inflation.

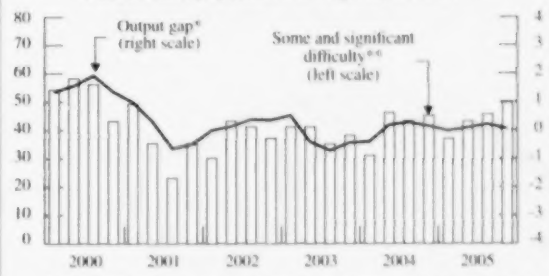
The underlying rate of increase in wages appears to have moved up to a range between 3 1/2 and 4 per cent since mid-2005. Unit labour costs in the business sector in the third quarter of 2005 were 2.6 per cent higher than year-earlier levels.

Pressures on Capacity

Various indicators suggest somewhat different degrees of pressure on production capacity. Statistics Canada's measure of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector continues to suggest marked pressure on production capacity. In the Bank's winter *Business Outlook Survey*, the percentage of firms reporting pressures on production capacity or labour shortages remained well above average. While capacity constraints are most apparent in Western Canada, a number of firms in the rest of the country report that they are more fully utilizing their existing capacity.

At the same time, the Bank's conventional measure of the output gap indicates that the economy was operating at its production capacity at the end of 2005 (Chart 4).

Chart 4
Estimated Output Gap and the Response to *Business Outlook Survey* Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output based on the Bank's conventional measure. The estimate for the fourth quarter of 2005 is based on a projected rise in output of 2.5 per cent (at annual rates).

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

A number of labour market indicators suggest that the economy has been operating close to potential. In particular, increases in labour costs now appear to be more consistent with the economy being close to its production capacity than was the case at the time of the last *Report*.

The core rate of inflation points to less pressure on capacity. It has continued to stay below 2 per cent since the end of 2003.

It is the Governing Council's judgment, after reviewing all the indicators of capacity pressures, that the economy was operating at its production capacity at the end of 2005.

Financial Conditions

The Canadian dollar has appreciated modestly against the U.S. dollar since the October *Report* and has moved from the range of 84 to 86 cents U.S., which had been in place since September 2005, to a slightly higher range of 85 to 87 cents U.S. The Canadian dollar was essentially unchanged against most other major currencies over this period. Robust commodity prices continue to contribute to the strength of the Canadian dollar.

Financial conditions in Canada remain favourable. Yields on corporate bonds remain low, equity markets have improved over recent months, and market volatility is low.

The Economic Outlook

The Bank's base-case projection continues to incorporate the following key assumptions: energy prices consistent with current futures prices; a smooth and orderly resolution of global imbalances over the medium term, including a modest and gradual further real effective depreciation of the U.S. dollar; and a Canada/U.S. exchange rate in its current range of 85 to 87 cents U.S.

Growth in the global economy is expected to remain robust at just over 4 per cent in 2006 and about 4 per cent in 2007. This reflects continued economic strength in Asia, a gradual pickup in Europe, and solid growth in the United States. The outlook for the U.S. economy is similar to that in the October *Report*. With post-hurricane rebuilding and the recovery in consumer confidence, real GDP growth is expected to be 3.6 and 3.1 per cent in 2006 and 2007, respectively.

Prices for both crude oil and natural gas have been quite volatile since mid-October. Futures prices suggest that oil will average just above US$65 per barrel over the projection period and that natural gas prices will average close to US$10 per MMBtu.

Real prices for non-energy commodities are expected to remain near current levels through 2006 and 2007. Together

Table 1
Contributions to Average Annual Real GDP Growth[1]
Percentage points

	2005	2006	2007
Consumption	2.2 *(2.2)*	1.7 *(1.6)*	1.6 *(1.7)*
Housing	0.2 *(0.3)*	-0.2 *(-0.2)*	0 *(0)*
Government	0.7 *(0.7)*	1.0 *(1.0)*	0.9 *(0.9)*
Business fixed investment	1.0 *(0.9)*	0.9 *(0.8)*	0.7 *(0.6)*
Subtotal: Final domestic demand	4.1 *(4.1)*	3.4 *(3.2)*	3.2 *(3.2)*
Exports	1.3 *(1.3)*	2.1 *(2.1)*	1.6 *(1.6)*
Imports	-2.6 *(-2.7)*	-2.4 *(-2.3)*	-1.9 *(-1.8)*
Subtotal: Net exports	-1.3 *(-1.4)*	-0.3 *(-0.2)*	-0.3 *(-0.2)*
Inventories	0.1 *(0.1)*	0 *(-0.1)*	0 *(0)*
GDP	2.9 *(2.8)*	3.1 *(2.9)*	2.9 *(3.0)*

1. Figures in parentheses are from the base case presented in the October *Report*.

with the assumptions for the prices of energy commodities, this implies that Canada's terms of trade will stay close to the high level reached in the second half of 2005.

Against this backdrop, the base-case projection for Canada calls for solid growth in final domestic demand to continue to contribute importantly to economic expansion through 2006 and 2007 (Table 1). In particular, business investment is projected to grow strongly, owing to a number of factors including the global economic expansion and expectations of persistently high commodity prices.

Following a substantial increase in 2005, consumer spending is also expected to rise solidly over the projection period. This would chiefly reflect relatively robust gains in real incomes. In contrast, investment in housing is expected to ease slightly, after strong increases in recent years.

Growth in spending on goods and services by all levels of government combined is assumed to be strong, with overall expenditures on goods, services, and transfers increasing broadly in line with revenues.

Exports are projected to rise further as a result of the continued expansion of the U.S. economy, while further marked gains in investment in machinery and equipment should continue to stimulate imports. Although the adjustment of net exports to the rise of the Canadian dollar through 2003 and 2004 seems to be well advanced, the subsequent strengthening of the Canadian exchange rate is expected to result in net exports exerting a modest drag on overall growth through 2006 and 2007.

The Bank's base-case projection calls for economic growth of 3.1 per cent in 2006 and 2.9 per cent in 2007, similar to that in the October *Report* (Chart 5, Table 2). Growth in potential output continues to be projected at 2.9 per cent in 2006 and 3.0 per cent in 2007.

This growth profile implies that the economy would be in slight excess demand in 2006, returning to its production capacity by the end of 2007. In this base-case projection, two factors contribute to bringing aggregate supply and demand back into balance next year: the effect of higher short-term interest rates and a projected slowing of the U.S. economy.

With the economy pressing against its production capacity and with inflation expectations well anchored, the core rate of

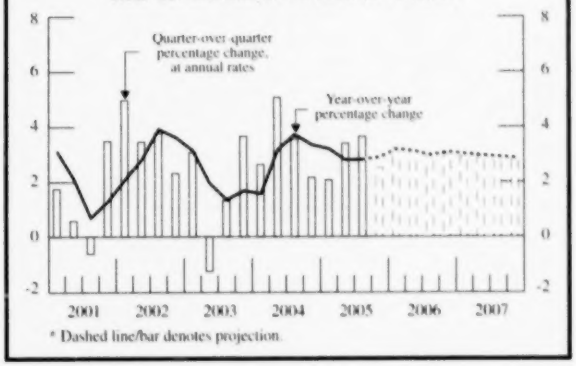
Table 2
Summary of the Base-Case Projection *

	2005	2006			2007	
	Q4	Q1	Q2	H2	H1	H2
Real GDP (quarter-to-quarter percentage change at annual rates)	**2.5** *(2.7)*	**3.2** *(2.9)*	**3.1** *(2.9)*	**3.0** *(2.9)*	**2.9** *(3.0)*	**2.8** *(3.0)*
Real GDP (year-over-year percentage change)	**2.9** *(2.8)*	**3.2** *(2.9)*	**3.1** *(2.9)*	**3.0** *(2.9)*	**3.0** *(2.9)*	**2.9** *(3.0)*
Core inflation (year-over-year percentage change)	**1.6** *(1.6)*	**1.7** *(1.7)*	**1.8** *(1.9)*	**1.9** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*	**2.0** *(2.0)*
Total CPI (year-over-year percentage change)	**2.3** *(2.9)*	**2.5** *(2.8)*	**2.4** *(2.8)*	**2.1** *(2.0)*	**2.0** *(1.9)*	**2.0** *(1.9)*
WTI** (level)	**60** *(63)*	**65** *(64)*	**66** *(64)*	**67** *(64)*	**67** *(63)*	**67** *(62)*

* Figures in parentheses are from the October *Monetary Policy Report*.

** Assumption for the price of West Texas Intermediate crude oil (US$ per barrel), based on an average of futures contracts over the two weeks ending 20 January 2006

Chart 5
Real Gross Domestic Product for Canada*



* Dashed line/bar denotes projection.

inflation is projected to increase to 2 per cent by the first half of 2007. This is somewhat later than projected in the October *Report*, reflecting the impact on consumer prices of more persistent declines than previously anticipated in the Canadian-dollar prices of many manufactured goods.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI will continue to be importantly affected by developments in the markets for crude oil and natural gas. Total CPI inflation is expected to be about 2.5 per cent in the first half of 2006 before returning to the 2 per cent target by the first half of 2007.

Risks to the Base-Case Projection

Risks to the base-case projection for Canada still appear to be balanced for 2006, with both upside and downside risks to global economic growth.

Through 2007 and beyond, risks are tilted to the downside. Should the unwinding of global imbalances involve a slowdown in world economic activity, it would imply lower net export volumes, lower commodity prices, and less growth in business investment for Canada than in the base-case projection. If there were also a pronounced depreciation of the U.S. dollar against the Canadian dollar as part of a broader adjustment in currencies, then the negative impact on the demand for Canadian products would be greater.

In addition to these risks, there continue to be uncertainties about the overall assessment of capacity pressures and their effect on inflation, owing to the large sectoral and regional shifts under way in the Canadian economy. The Bank is monitoring this closely.

The *Monetary Policy Report* and the *Update* are available on the Bank's website at:
http://www.bankofcanada.ca

Copies can also be obtained by contacting the Bank at:
Telephone: (613) 782-8248; email: publications@bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

MISE À JOUR

– janvier 2006 –

Le présent commentaire émane du Conseil de direction de la Banque du Canada. Il renferme une mise à jour du point de vue de la Banque sur les perspectives économiques, fondée sur l'information reçue au 24 janvier 2006.

Vue d'ensemble

L'évolution des économies canadienne et mondiale est essentiellement conforme aux attentes de la Banque. Les perspectives en matière de croissance et d'inflation au pays sont semblables à celles présentées dans la livraison d'octobre du *Rapport sur la politique monétaire*.

On s'attend à ce que le produit intérieur brut (PIB) réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution en cours à l'échelle du globe et aux changements des prix relatifs qui en découlent. Les prix des produits de base énergétiques ont bondi durant la deuxième moitié de 2005. Le dollar canadien s'est apprécié légèrement par rapport au dollar américain et a varié dans une fourchette un peu plus élevée, soit de 85 à 87 cents É.-U.

Le taux d'augmentation de l'IPC global a été volatil, en raison des fluctuations marquées des prix de l'essence. Il s'est hissé au-dessus de 3 %, comme on l'anticipait, mais s'est ensuite replié plus rapidement qu'escompté. L'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable, à 1,6 %, conformément aux attentes.

Bien que l'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie selon les indicateurs utilisés, la Banque juge encore que l'économie fonctionne à pleine capacité.

L'expansion vigoureuse de l'économie devrait se poursuivre aux États-Unis

Faits saillants

- L'économie canadienne fonctionne à pleine capacité.
- La Banque prévoit encore que l'économie du pays progressera à peu près au même rythme que la production potentielle jusqu'à la fin de 2007.
- Les taux d'accroissement de l'IPC et de l'indice de référence devraient revenir à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.
- La Banque considère toujours que les risques entourant ses projections sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.
- À la lumière de ces perspectives, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur.

et ailleurs dans le monde. Dans ce contexte, le scénario de référence de la Banque pour le Canada prévoit une vive accélération de la demande intérieure et une nouvelle hausse des exportations. Néanmoins, il est probable que les exportations nettes freineront légèrement la croissance cette année et en 2007. On estime que le PIB progressera à un rythme annuel de 3,1 % en 2006 et de 2,9 % l'an prochain, de sorte que l'économie continuera de tourner près de son plein potentiel.

Le taux d'accroissement de l'IPC global restera influencé par les cours du pétrole brut et du gaz naturel. La Banque prévoit qu'il avoisinera 2,5 % au premier semestre de 2006, avant de descendre à 2 % d'ici le premier semestre de 2007. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait aussi revenir à 2 % d'ici le premier semestre de l'an prochain; cet horizon est un peu plus éloigné que celui qu'on entrevoyait dans le *Rapport* d'octobre, du fait surtout des pressions à la baisse plus persistantes que prévu exercées par les prix des importations.

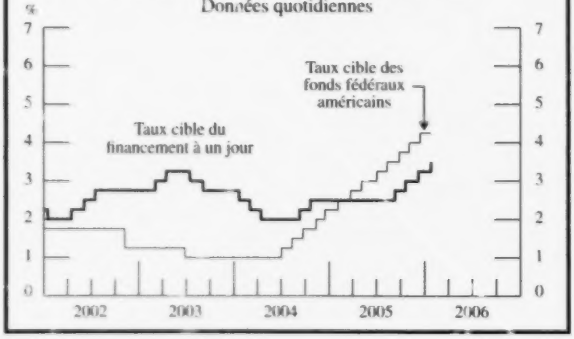
La Banque considère toujours que les risques entourant son scénario de référence sont équilibrés pour 2006 et que les risques à la baisse deviennent prépondérants à partir de 2007.

La Banque a majoré son taux directeur de 25 points de base à chacune des quatre plus récentes dates d'annonce préétablies, portant ainsi le taux cible du financement à un jour à 3,5 % (Graphique 1). À la lumière de son scénario de référence et de son évaluation actuelle des risques, la Banque estime qu'il faudra relever encore quelque peu le taux directeur afin de maintenir l'équilibre entre l'offre et la demande globales et de garder l'inflation au taux cible à moyen terme.

Graphique 1

Taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

Données quotidiennes



L'évolution économique et financière récente

L'économie a continué d'afficher une solide expansion à l'échelle du globe l'an dernier. Aux États-Unis, les indicateurs récents donnent à penser que le PIB réel a progressé de 3,6 % en 2005, un chiffre légèrement supérieur au taux de 3,5 % prévu dans le *Rapport* d'octobre. Conjugué à la poursuite du vif essor de l'économie chinoise et au fait que la demande intérieure a connu une certaine reprise au Japon, ce résultat tend à indiquer que la croissance du PIB mondial en 2005 s'est vraisemblablement établie à un peu plus de 4 % en moyenne.

Au second semestre de 2005, l'économie canadienne a continué de subir des ajustements considérables, commandés par l'évolution de la conjoncture internationale et les changements des prix relatifs qui en découlent. Les facteurs dont l'influence s'est fait sentir sont notamment le dynamisme de l'économie mondiale, le niveau élevé des cours des produits de base, la baisse des prix de nombreux biens manufacturés et l'appréciation du dollar canadien.

Il convient de souligner l'amélioration substantielle des termes de l'échange du Canada (c'est-à-dire le rapport des prix des exportations à ceux des importations), attribuable principalement à la poussée des prix des produits et des ressources énergétiques. En glissement annuel, les termes de l'échange ont augmenté de 4,4 % au troisième trimestre de 2005, et, selon les indicateurs récents, ils ont poursuivi leur ascension au quatrième trimestre. Par conséquent, les revenus réels ont progressé plus rapidement que la production

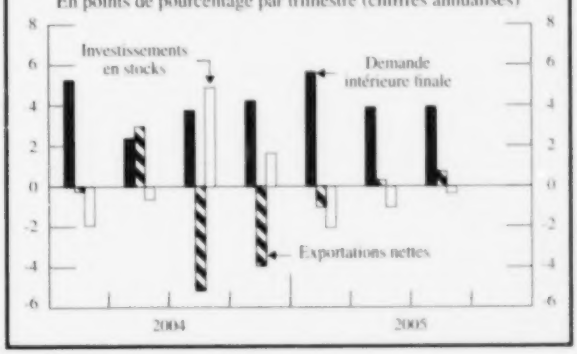
réelle (mesurée par le PIB réel). Cela s'est reflété dans les gains enregistrés aux chapitres des bénéfices des entreprises, du revenu du travail et des recettes publiques, et dans la nette montée des cours des actions des sociétés des secteurs énergétique et minier.

La poursuite de la forte expansion de l'économie mondiale, conjuguée au renchérissement des exportations, semble avoir favorisé une hausse notable des dépenses d'investissement des entreprises et du volume des exportations. Bien que les dépenses des ménages aient ralenti un peu durant la deuxième moitié de 2005, elles sont demeurées un moteur de la croissance appréciable de la demande intérieure au cours de la période (Graphique 2).

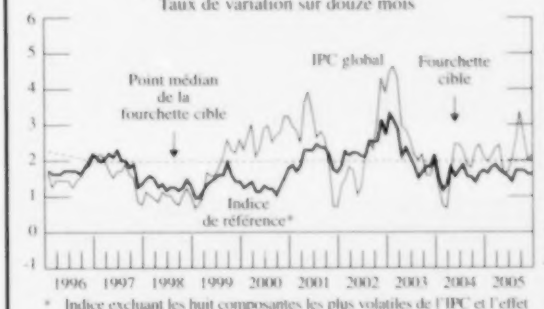
Dans l'ensemble, on s'attend à ce que le PIB réel du Canada ait progressé à un rythme annuel d'environ 3 % au second semestre de 2005. Ce résultat signifie que l'activité économique, à la fin de l'année, se situait à un niveau proche de celui projeté dans le *Rapport* d'octobre.

Le taux d'accroissement sur douze mois de l'IPC global a continué d'afficher une volatilité marquée pendant les quatre derniers mois de 2005 (Graphique 3). Comme on s'y attendait, il s'est hissé au-dessus de 3 % en septembre, en raison de la flambée temporaire des prix de l'essence qui a suivi les perturbations de la production aux États-Unis provoquées par le passage des ouragans. Au

Graphique 2
Contribution à la croissance du PIB réel
En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Graphique 3
Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois


Point médian de la fourchette cible
IPC global
Fourchette cible
Indice de référence*
1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004 2005

* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

quatrième trimestre de 2005, l'inflation mesurée par l'IPC global s'est chiffrée à 2,3 %, un taux inférieur à celui escompté dans le *Rapport* d'octobre. Cet écart tient principalement au fait que les prix de l'essence se sont repliés plus vivement que prévu après leur brusque poussée, à la faveur d'un léger recul des cours du pétrole brut et d'un retour rapide des marges bénéficiaires à des niveaux plus normaux.

En revanche, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée très stable. Même si l'économie semblait fonctionner à pleine capacité au quatrième trimestre, la progression sur douze mois de cet indice s'est établie à 1,6 %, soit le même niveau qu'aux deux trimestres précédents. La diminution des prix de nombreux biens à forte teneur en importations a continué de tirer vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence, sous l'effet conjugué des baisses des cours mondiaux d'un grand nombre de biens manufacturés et de l'appréciation passée du dollar canadien. Aucun signe ne laisse croire que le renchérissement de l'énergie s'est répercuté de manière sensible sur l'indice de référence.

Le taux d'augmentation sous-jacent des salaires semble avoir monté pour se maintenir dans une fourchette de 3 1/2 à 4 % depuis le milieu de 2005. Les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises ont crû de 2,6 %, en glissement annuel, au troisième trimestre de 2005.

Les pressions sur la capacité de l'économie

L'intensité des pressions s'exerçant sur la capacité de production varie quelque peu selon les indicateurs retenus. Le taux d'utilisation des capacités dans le secteur des produits non agricoles publié par Statistique Canada donne encore à penser que l'appareil de production est soumis à de fortes pressions. Selon les résultats de l'enquête sur les perspectives des entreprises que la Banque a menée cet hiver, la proportion des firmes ayant signalé des pressions sur leur capacité de production ou des pénuries de main-d'œuvre est demeurée bien au-dessus de la moyenne. Les contraintes de capacité se font surtout sentir dans l'Ouest canadien. Ailleurs au pays, un certain nombre d'entreprises indiquent qu'elles utilisent plus pleinement leur capacité de production.

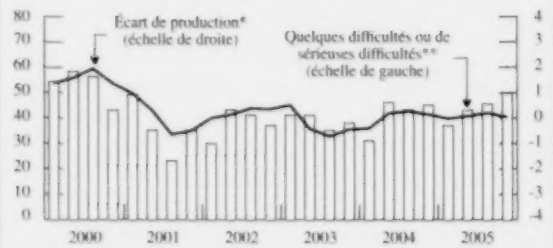
Parallèlement, l'écart de production dérivé de la mesure usuelle de la Banque révèle que l'économie fonctionnait à pleine capacité à la fin de 2005 (Graphique 4). Plusieurs indicateurs du marché du travail portent à croire que l'économie tournait près des limites de sa capacité. Les hausses des coûts de main-d'œuvre, en particulier, semblent conforter davantage aujourd'hui qu'en octobre dernier l'opinion selon laquelle l'économie fonctionne à peu près à plein régime.

L'inflation mesurée par l'indice de référence témoigne de pressions moins intenses, et s'est maintenue au-dessous de 2 % depuis la fin de 2003.

Le Conseil de direction estime, après avoir passé en revue tous les indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production, que l'économie tournait à pleine capacité à la fin de 2005.

Graphique 4

Estimation de l'écart de production et réponses à la question de l'*Enquête sur les perspectives des entreprises* concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure usuelle de la Banque. La valeur estimée de l'écart pour le quatrième trimestre de 2005 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2,5 % (en rythme annuel).

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

Les conditions financières

Le dollar canadien s'est apprécié légèrement vis-à-vis du dollar américain depuis la parution du numéro d'octobre du *Rapport*. Il évolue maintenant dans une fourchette de 85 à 87 cents É.-U., après avoir varié à l'intérieur d'une plage de 84 à 86 cents É.-U. à partir de septembre. Sa valeur n'a guère changé par rapport à celle de la plupart des autres grandes devises durant cette période. Le haut niveau des prix des produits de base contribue toujours à la vigueur de la monnaie canadienne.

Les conditions financières au pays restent favorables. Les rendements des obligations de sociétés sont toujours faibles, les marchés boursiers se sont améliorés ces derniers mois, et la volatilité y est peu élevée.

Les perspectives économiques

La Banque continue de fonder son scénario de référence sur les principales hypothèses suivantes : une évolution des prix de l'énergie conforme aux cours actuels des contrats à terme; une résorption progressive et ordonnée des déséquilibres mondiaux à moyenne échéance, accompagnée d'une nouvelle dépréciation modérée et graduelle du dollar américain en termes effectifs réels; et un cours du dollar canadien, par rapport au billet vert, qui se maintiendra dans la fourchette de 85 à 87 cents É.-U. observée actuellement.

Le rythme d'expansion de l'économie mondiale devrait demeurer vigoureux et

se situer à un peu plus de 4 % en 2006 et à quelque 4 % en 2007, grâce au dynamisme soutenu de l'activité en Asie, à la reprise graduelle en Europe et à la solide croissance aux États-Unis. Les perspectives pour l'économie américaine sont analogues à celles dont faisait état le *Rapport* d'octobre. Compte tenu de l'effort de reconstruction consécutif au passage des ouragans et du regain de confiance des consommateurs, on s'attend à ce que le taux d'augmentation du PIB réel s'établisse à 3,6 % et à 3,1 % respectivement en 2006 et 2007.

Les prix du pétrole brut et du gaz naturel affichent une grande volatilité depuis la mi-octobre. D'après les cours des contrats à terme, le prix du baril de pétrole sera tout juste supérieur à 65 dollars É.-U. en moyenne pendant l'horizon de projection, et celui du gaz naturel restera en moyenne aux alentours de 10 dollars É.-U. le million de BTU.

Les cours réels des produits de base non énergétiques devraient demeurer proches de leurs niveaux actuels tout au long de 2006 et de 2007. Combinée aux hypothèses retenues quant à la trajectoire des prix de l'énergie, cette prévision implique que les termes de l'échange du Canada se maintiendront près du niveau élevé atteint au second semestre de 2005.

Dans ce contexte, la Banque estime, dans son scénario de référence pour le Canada, que la solide progression de la demande intérieure finale continuera de contribuer de façon importante à l'expansion économique en 2006 et 2007 (Tableau 1). Elle table en particulier sur un fort accroissement des investissements des entreprises, attribuable à un certain nombre de facteurs, dont l'essor de l'activité à l'échelle mondiale et les attentes quant à la persistance des prix élevés des produits de base.

Les dépenses de consommation, qui ont augmenté sensiblement en 2005, devraient poursuivre sur cette lancée durant l'horizon projeté, à la faveur surtout de la hausse relativement prononcée des revenus réels. Les investissements dans le secteur du logement, par contre, devraient fléchir légèrement après avoir beaucoup progressé ces dernières années.

Tableau 1
Contribution à la croissance annuelle du PIB réel[1]
En points de pourcentage

	2005	2006	2007
Consommation	2,2 *(2,2)*	1,7 *(1,6)*	1,6 *(1,7)*
Logement	0,2 *(0,3)*	-0,2 *(-0,2)*	0 *(0)*
Administrations publiques	0,7 *(0,7)*	1,0 *(1,0)*	0,9 *(0,9)*
Investissements fixes des entreprises	1,0 *(0,9)*	0,9 *(0,8)*	0,7 *(0,6)*
Total partiel : demande intérieure finale	4,1 *(4,1)*	3,4 *(3,2)*	3,2 *(3,2)*
Exportations	1,3 *(1,3)*	2,1 *(2,1)*	1,6 *(1,6)*
Importations	-2,6 *(-2,7)*	-2,4 *(-2,3)*	-1,9 *(-1,8)*
Total partiel : exportations nettes	-1,3 *(-1,4)*	-0,3 *(-0,2)*	-0,3 *(-0,2)*
Stocks	0,1 *(0,1)*	0 *(-0,1)*	0 *(0)*
PIB	2,9 *(2,8)*	3,1 *(2,9)*	2,9 *(3,0)*

1. Les chiffres entre parenthèses proviennent du scénario de référence présenté dans le *Rapport* d'octobre.

La croissance des dépenses en biens et services de tous les ordres de gouvernement devrait être importante, les dépenses globales à ce chapitre et les transferts augmentant pratiquement au même rythme que les recettes.

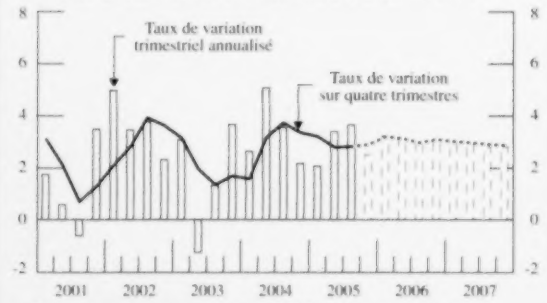
Les exportations devraient grimper encore du fait de la poursuite de l'expansion de l'économie américaine, tandis que les nouveaux gains substantiels enregistrés au chapitre des dépenses d'investissement en machines et matériel continueront probablement de stimuler les importations. Même si le processus d'ajustement des exportations nettes à la montée du dollar canadien en 2003 et 2004 paraît très avancé, on s'attend,

compte tenu de l'appréciation subséquente du huard, à ce que ces dernières freinent quelque peu la croissance en 2006 et 2007.

Dans son scénario de référence, la Banque prévoit que le taux d'expansion de l'économie se situera à 3,1 % en 2006 et à 2,9 % en 2007, soit des niveaux proches de ceux envisagés dans le *Rapport* d'octobre (Graphique 5, Tableau 2). La croissance de la production potentielle est toujours estimée à 2,9 % pour 2006 et à 3,0 % pour 2007.

Ce profil d'évolution implique que l'économie se trouverait en situation de demande légèrement excédentaire en 2006, et tournerait de nouveau à pleine capacité avant la fin de 2007. Dans ce scénario de référence, on suppose que deux facteurs contribueront à rétablir l'équilibre entre l'offre et la demande globales l'an prochain, soit l'effet de la montée des taux d'intérêt à court terme et le ralentissement prévu de l'économie américaine.

Graphique 5
Produit intérieur brut du Canada en termes réels*



* Les lignes et les barres en pointillés indiquent qu'il s'agit d'estimations.

Comme l'économie fonctionne à son plein potentiel et que les attentes d'inflation sont bien ancrées, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence atteindra 2 % d'ici le premier semestre de 2007. Cet horizon est un peu plus éloigné que celui auquel on s'attendait dans le dernier *Rapport*, ce qui s'explique par l'incidence, sur les prix à la consommation, d'une baisse plus persistante que prévu des prix en dollars canadiens de nombreux biens manufacturés.

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global continuera de dépendre dans une large mesure de l'évolution des marchés du pétrole brut et du gaz naturel. Ce taux devrait avoisiner 2,5 % au premier semestre de 2006, puis redescendre à la cible de 2 % d'ici le premier semestre de 2007.

Tableau 2
Résumé des projections*

	2005	2006			2007	
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	2e sem.	1er sem.	2e sem.
PIB réel (Taux de variation trimestriel annualisé)	**2,5** *(2,7)*	**3,2** *(2,9)*	**3,1** *(2,9)*	**3,0** *(2,9)*	**2,9** *(3,0)*	**2,8** *(3,0)*
PIB réel (Taux de variation sur douze mois)	**2,9** *(2,8)*	**3,2** *(2,9)*	**3,1** *(2,9)*	**3,0** *(2,9)*	**3,0** *(2,9)*	**2,9** *(3,0)*
Indice de référence (Taux de variation sur douze mois)	**1,6** *(1,6)*	**1,7** *(1,7)*	**1,8** *(1,9)*	**1,9** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*	**2,0** *(2,0)*
IPC global (Taux de variation sur douze mois)	**2,3** *(2,9)*	**2,5** *(2,8)*	**2,4** *(2,8)*	**2,1** *(2,0)*	**2,0** *(1,9)*	**2,0** *(1,9)*
WTI** (niveau)	**60** *(63)*	**65** *(64)*	**66** *(64)*	**67** *(64)*	**67** *(63)*	**67** *(62)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés du *Rapport sur la politique monétaire* paru en octobre.

** Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril) fondée sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines se terminant le 20 janvier 2006

Les risques pesant sur le scénario de référence

Les risques qui pèsent sur le scénario de référence pour l'économie canadienne semblent toujours équilibrés pour 2006, les perspectives quant à la croissance de l'économie mondiale étant entachées de risques tant à la hausse qu'à la baisse.

À partir de 2007, les risques à la baisse deviennent prépondérants. Si la correction des déséquilibres mondiaux devait entraîner un ralentissement de l'activité économique à l'échelle internationale, le

volume des exportations nettes, les prix des produits de base et le rythme de croissance des investissements des entreprises au pays seraient moins élevés qu'on ne le projette dans le scénario de référence. En outre, une dépréciation prononcée du dollar américain par rapport à son pendant canadien, dans le cadre d'un réalignement plus généralisé des devises, accentuerait les effets négatifs sur la demande des biens en provenance du Canada.

Outre ces risques, certaines incertitudes entourent encore l'évaluation générale des pressions sur la capacité de production et de leur incidence sur l'inflation, en raison des importants déplacements de l'activité qui se produisent en ce moment entre les divers secteurs et régions du pays. La Banque suit de près l'évolution de la situation.

Le *Rapport sur la politique monétaire* et la *Mise à jour* sont publiés dans le site Web de la Banque à l'adresse www.banqueducanada.ca.

Vous pouvez également vous en procurer des exemplaires en communiquant avec nous.

Téléphone : 613 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca.